

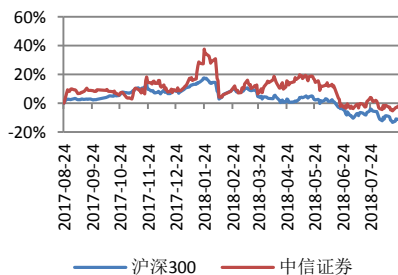
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

| | |
|----------|-------|
| 收盘价（元） | 16.00 |
| 52周最高（元） | 22.39 |
| 52周最低（元） | 15.21 |
| 总市值（亿元） | 1939 |
| 流通市值（亿元） | 1570 |
| 总股本（亿股） | 121 |
| 流通股本（亿股） | 98.15 |
| 每股净资产（元） | 12.38 |
| 资产负债率（%） | 76.67 |

股价走势图



研发部

分析师：于晓军

SAC 执业证书编号：S1340514110001

Email: yuxiaojun@cnpsec.com

研究助理：杨浩

Email: yanghao@cnpsec.com

SAC 执业证书编号：S1340118010016

电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《中信证券（600030）：业绩韧性出色，估值合理》
——2018-07-13

边际增速承压明显，可立足中长期配置

——中信证券（600030）

事件：

2018年8月23日晚间，中信证券发布2018半年度报告：2018年上半年，公司实现营业收入199.9亿元，同比增长6.94%；实现归母净利润55.65亿元，同比增长12.96%。

核心观点

● **半年度表观业绩整体亮眼，但季度增速环比承压明显。**从半年度来看，2018H1公司实现收入199.9亿元，同比+6.94%；归母净利润55.65亿元，同比+12.96%，表观增速可喜；销售净利率29.12%，同比提升1.4个百分点，相比2017全年提升1.45个百分点，盈利能力出现边际改善。分季度来看，2018Q2营业收入、营业利润、归母净利润三项同比增速分别为1.99%、3.47%以及9.51%，对比2018Q1的12.74%、6.62%、16.91%，边际明显下滑。在收入端增速承压的背景下，通过压缩管理费用、提升管理效率的方式带来的业绩提升将不具备中期可持续性。

● **行业整体承压之下，集中度提升趋势明显。**目前证券行业在整体承压的背景下，内部个体业绩持续分化：1）行业业绩下滑减缓，但言企稳为时尚早。行业在2015年的高速增长之后，2016、2017年出现持续下行，净利润分别同比下滑50%、8.47%，截止目前行业尚未出现明显企稳上行迹象；展望2018H2，综合考虑“金融去杠杆”、二级市场行情低迷的现实，券商承销、经纪、自营业务下行压力仍大；2）行业内分化持续，集中度提升趋势明显。从上市券商目前已公布月度经营数据初略估算，1-6月合计净利润同比下滑幅度较大，而中信证券等龙头券商凭借综合服务能力优势，业绩表现优于行业平均水平，市场份额向头部券商集中趋势明显。

● **多项业务数据居行业前列，综合服务能力优异。**公司2018年上半年聚焦金融主业，提供综合化金融服务，公司股权承销、债券承销、境内并购重组、资管规模、两融余额等业务指标保持市场前列：股权融资主承销规模人民币912亿元，市场份额12.94%，排名行业第一；债券主承销规模人民币2,624亿元，市场份额4.65%，排名同业第一；境内并购重组（证监会通道类业务）交易规模人民币224亿元，市场份额8.16%，排名行业第三；代理股票基金交易总量（不含场内货币基金交易量）市场份额6.00%；本公司资产管理规模人民币1.53万亿元，市场份额10.30%，其中，主动管理规模人民币5,832亿元，均排名行业第一；融资融券余额人民币647亿元，市场份额7.04%，排名行业第一。

公司业务牌照齐全、各项业务资源积累深厚，相比中小券商具备显著的综合服务优势。

● **当下时点估值合理，中长期配置性价比尚可。**截止 8 月 24 日收盘，公司市净率仅 1.29 倍，处于 2003 年上市以来的极限最低值附近，具备较好的估值安全边际。考虑到目前行业承压，承销、经纪、自营业务下行预期压力仍大的情况下，短期业绩向上弹性略显不足，但在估值安全边际足够的情况下，我们认为当下时点中长期配置性价比尚可。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.03 元、1.13 元和 1.29 元，对应的动态市盈率分别为 15.5 倍、14.2 倍和 12.5 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**IPO 放缓；CDR 推迟；市场行情持续低迷。

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 43,292 | 46,299 | 51,781 | 59,382 |
| 增长率（%） | 13.9% | 6.9% | 11.8% | 14.7% |
| 净利润（百万元） | 11,433 | 12,473 | 13,658 | 15,571 |
| 增长率（%） | 10.3% | 9.1% | 9.5% | 14.0% |
| EPS（元） | 0.94 | 1.03 | 1.13 | 1.29 |

财务预测表

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 98,816 | 109,972 | 125,997 | 157,649 |
| 其中：客户资金存款 | 69,477 | 74,304 | 109,359 | 125,412 |
| 结算备付金 | 27,873 | 29,809 | 39,831 | 42,026 |
| 其中：客户备付金 | 22,909 | 24,500 | 30,700 | 35,206 |
| 融出资金 | 73,983 | 79,122 | 83,301 | 94,382 |
| 交易性金融资产 | 178,154 | 182,530 | 224,110 | 212,935 |
| 衍生金融资产 | 5,901 | 6,311 | 7,642 | 8,764 |
| 买入返售金融资产 | 114,592 | 122,552 | 83,895 | 96,210 |
| 可供出售金融资产 | 59,227 | 63,341 | 90,556 | 100,105 |
| 应收款项 | 21,662 | 23,166 | 23,434 | 26,874 |
| 长期股权投资 | 8,586 | 9,182 | 6,610 | 7,580 |
| 固定资产 | 8,265 | 8,839 | 9,265 | 9,185 |
| 无形资产 | 3,447 | 3,687 | 4,337 | 4,974 |
| 商誉 | 3,385 | 3,620 | 3,594 | 4,122 |
| 递延所得税资产 | 872 | 932 | 400 | 459 |
| 其他资产 | 11,404 | 12,197 | 12,673 | 14,533 |
| 总资产 | 625,575 | 665,322 | 727,235 | 793,087 |
| 短期借款 | 5,991 | 10,408 | 10,424 | 9,308 |
| 应付短期融资款 | 33,538 | 35,868 | 27,026 | 30,993 |
| 拆入资金 | 9,835 | 10,518 | 18,357 | 21,052 |
| 交易性金融负债 | 46,452 | 49,679 | 40,693 | 46,666 |
| 衍生金融负债 | 13,301 | 14,225 | 7,942 | 9,108 |
| 卖出回购金融资产款 | 111,620 | 119,374 | 139,026 | 159,433 |
| 代理买卖证券款 | 99,855 | 106,791 | 147,217 | 168,827 |
| 代理承销证券款 | 61 | 65 | 104 | 119 |
| 应付职工薪酬 | 11,599 | 12,405 | 11,941 | 13,694 |
| 长期借款 | 1,122 | 1,200 | 1,854 | 2,126 |
| 其他负债 | 139,058 | 148,717 | 160,086 | 160,649 |
| 负债合计 | 472,432 | 509,250 | 564,670 | 621,974 |
| 归属母公司权益 | 149,799 | 152,637 | 159,130 | 167,678 |
| 少数股东权益 | 3,344 | 3,435 | 3,435 | 3,435 |
| 所有者权益合计 | 153,143 | 156,072 | 162,565 | 171,113 |
| 负债及股东权益总计 | 625,575 | 665,322 | 727,235 | 793,087 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 43,292 | 46,299 | 51,781 | 59,382 |
| 代理买卖净收入 | 8,045 | 7,604 | 8,123 | 9,335 |
| 证券承销净收入 | 4,406 | 4,212 | 4,970 | 5,943 |
| 资产管理净收入 | 5,695 | 5,791 | 6,512 | 7,512 |
| 利息净收入 | 2,405 | 2,823 | 3,157 | 3,620 |
| 投资净收益 | 12,475 | 12,341 | 13,921 | 16,111 |
| 其他收入 | 9,455 | 12,819 | 14,305 | 15,965 |
| 营业支出 | 27,043 | 29,277 | 33,061 | 37,970 |
| 营业税金及附加 | 256 | 274 | 306 | 351 |
| 管理费用 | 16,993 | 16,673 | 19,325 | 22,808 |
| 资产减值损失 | 1,721 | 1,840 | 2,058 | 2,360 |
| 其他业务成本 | 8,074 | 10,490 | 11,371 | 12,450 |
| 营业利润 | 16,248 | 17,022 | 18,720 | 21,412 |
| 加：营业外收入 | 162 | 324 | 294 | 273 |
| 减：营业外支出 | 237 | 154 | 172 | 197 |
| 利润总额 | 16,174 | 17,192 | 18,843 | 21,487 |
| 减：所得税 | 4,196 | 4,136 | 4,534 | 5,170 |
| 净利润 | 11,977 | 13,055 | 14,309 | 16,318 |
| 减：少数股东损益 | 544 | 582 | 651 | 746 |
| 归属母公司净利 | 11,433 | 12,473 | 13,658 | 15,571 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|
| 净利率 | 27.7% | 28.2% | 27.6% | 27.5% |
| 净资产收益率 | 7.82% | 8.36% | 8.80% | 9.54% |
| 市盈率 (倍) | 21.2 | 15.5 | 14.2 | 12.5 |
| 市净率 (倍) | 1.46 | 1.27 | 1.22 | 1.16 |
| EPS | 0.94 | 1.03 | 1.13 | 1.29 |
| 每股净资产 (元/股) | 12.36 | 12.60 | 13.13 | 13.84 |
| 每股现金流 (元/股) | (8.60) | (3.45) | (0.15) | 2.23 |

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。